

太阳纸业 (002078.SZ)

三季度收入增长 24%，毛利率环比下降

买入

核心观点

三季度收入增长 24%，毛利率环比下降 4 个百分点。前三季度公司实现收入 296.4 亿元，同比+25.0%；归母净利润 22.7 元，同比-18.1%。单三季度收入 97.9 亿元，同比+23.8%，主要原因是新产能持续释放，环比-4%，主要原因是文化纸与包装纸需求疲软、溶解浆受疫情影响发货困难；归母净利润 6.1 亿元，同比+13.4%。单三季度毛利率 14.5%，基本持平，环比-4.4%；销售/管理费用率稳定，研发/财务费率分别提升 0.7/0.5 个百分点，主要因研发投入提升及汇兑损失导致。净利率 6.2%，同比下降 0.6 个百分点。营业周转天数稳定；经营性现金流净额 4.5 亿元，同比下降 13.0%，库存金额因溶解浆发货受阻环比增加 9.7 亿。

成本压力高位，终端提价、结构调整与产业链布局缓解盈利压力。文化纸 9 月提价、学生开学，盈利小幅回归，但疫情致需求提振有限，双胶纸价格回升，铜版纸仍受挫，行业尚处亏损状态。箱板纸发力中高端牛卡纸，得益于原材料和产品结构调整一定程度抵消成本压力；美废成本处于下行阶段，预计明年老挝基地生产成本释放盈利空间。自制浆部分，溶解浆受疫情影响物流受阻本季度收入回落，溶解浆价格小幅回落，成本端木片价格持续上行。

林浆纸一体化稳步推进，三大基地协同发展。广西北海项目一期 10 万吨生活用纸产能 9、10 月陆续试产，预计于年底完成投产。PM23 搬迁与升级改造项目计划于年底完成，完成后非涂布文化纸生产能力可达 85 万吨，有效发挥木浆产能优势。南宁园一期项目审议完成，稳步进行。老挝基地年产 15 万吨本色化机浆项目预计于明年春节投产，可稳定箱板纸盈利，叠加美废下行，盈利提升可期；林地种植布局持续进行，今年预计可增约 1 万公顷以上种植面积，未来放量公司延申产业链可有效强化自制浆成本上行压力。山东 3.4 万吨超高强度特种纸项目预计于明年一季度投产。三大基地长期布局，协同发展，有望持续释放规模效应、提升原材料控制能力。

风险提示：纸价下行超预期；成本上涨超预期；产能扩张进度不及预期。

投资建议：看好长期林浆纸一体化效应释放，维持“买入”评级。三季度浆价高位，下半年旺季期因疫情影响需求较为疲软，公司通过提价、产品结构调整等方式应对成本压力。同时上游延申浆、林产业，进行长期产能布局，可加强可本管控能力、灵活捕捉浆类景气需求。未来凭借龙头综合实力与林浆纸一体化布局，有望抵消成本周期导致的盈利波动。因浆价成本压力大叠加需求疲软，下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 28.9/32.6/36.3 亿元(前值: 31.7/38.0/44.1 亿元)，同增-2.2%/6.1%/3.4%，维持合理估值区间 14.9-15.7 元，对应 2023 年 12.3-13.0 倍 PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	39,610	42,026	43,467
(+/-%)	-5.2%	48.2%	23.8%	6.1%	3.4%
净利润(百万元)	1953	2957	2891	3260	3635
(+/-%)	-10.3%	51.4%	-2.2%	12.8%	11.5%
每股收益(元)	0.74	1.10	1.08	1.21	1.35
EBIT Margin	13.5%	12.3%	10.1%	10.5%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	12.1%	15.8%	13.9%	14.0%	14.0%
市盈率 (PE)	15.7	10.6	10.8	9.6	8.6
EV/EBITDA	11.5	9.7	8.3	7.6	7.1
市净率 (PB)	1.90	1.67	1.50	1.35	1.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

轻工制造 · 造纸

证券分析师: 丁诗洁

联系人: 刘璇

0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	13.00 - 14.20 元
收盘价	11.66 元
总市值/流通市值	31330/30736 百万元
52 周最高价/最低价	13.15/10.40 元
近 3 个月日均成交额	152.37 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《太阳纸业 (002078.SZ) - 归母净利润增长 51.4%，综合竞争力持续提升》——2022-04-18

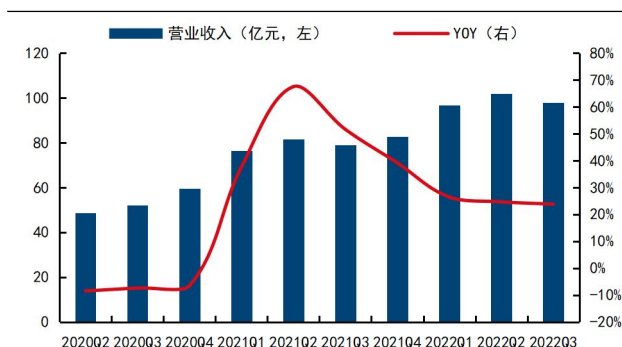
《太阳纸业-002078-2021 业绩预告点评: 归母净利润预增 46%-60%，四季度成本压力较大》——2022-01-29

《太阳纸业-002078-2021 年中报点评: 一体化稳步推进孕育新增长机遇》——2021-09-08

《太阳纸业-002078-2020 年和 2021 年一季度财报点评: 项目获丰收，砥砺前行》——2021-05-19

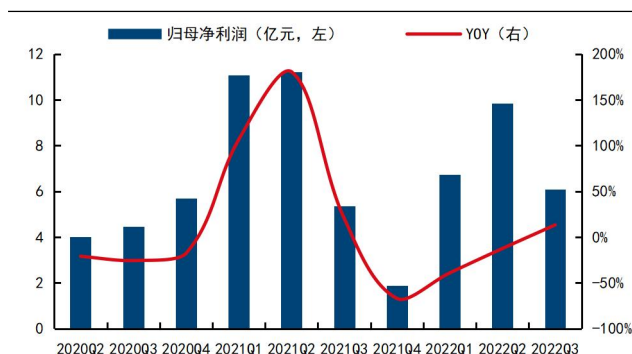
《国信证券-太阳纸业-002078-2020 年三季报点评: 业绩环比改善，产能扩张可期》——2020-10-31

图1：公司分季度营业收入及增速



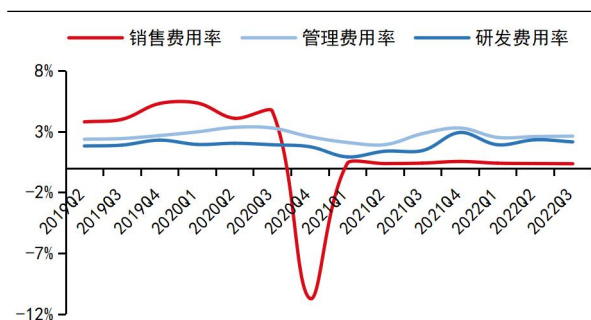
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



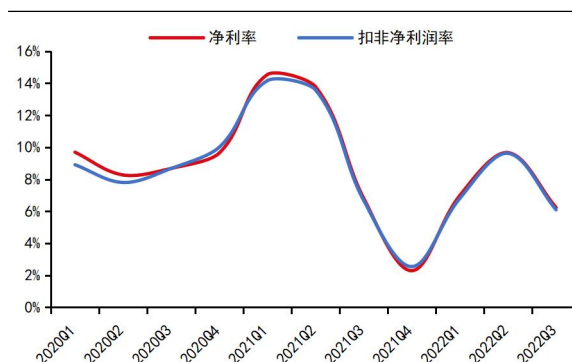
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



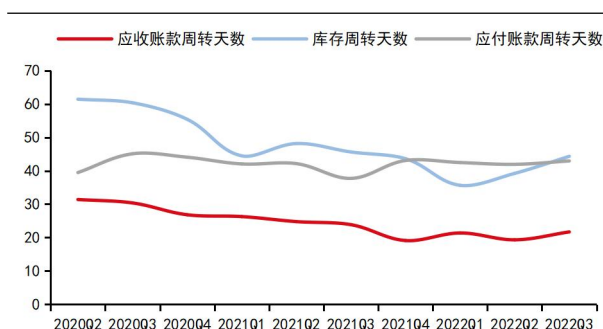
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度净利率/扣非净利率



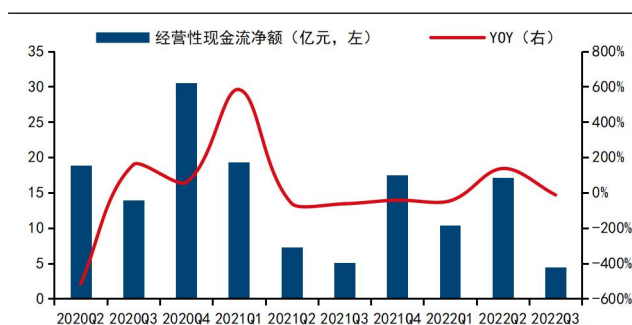
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度经营性现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

浆价高位需求疲软，下调盈利预测

1. 收入：前三季度同比增速为 25.0%，预计四季度同比仍受益于今年产能释放带来的增量，环比预计疫情常态化下造纸板块需求延续疲软态势，自制浆部分保持相对高景气。因此调整 22E~24E 收入增速为 23.8%/6.1%/3.4%，前值为 0%/9%/6%。

表1：分产品收入增速预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 YOY	4.6%	-5.2%	48.2%	23.8%	6.1%	3.4%
非涂布文化纸	-2%	20%	6%	3%	2%	2%
铜版纸	1%	17%	-23%	-15%	-10%	10%
牛皮箱板纸	24%	137%	25%	15%	5%	10%
瓦楞纸	-89%	-48%	140%	20%	15%	13%
淋膜原纸	-6%	95%	-10%	-10%	0%	0%
生活用纸	-5%	9%	60%	5%	5%	4%
溶解浆	-39%	49%	55%	8%	5%	4%
化学机械浆	13%	2%	8%	3%	3%	0%
化学浆	255%	56%	1700%	10%	10%	0%
电及蒸汽	-1%	35%	60%	5%	5%	0%
石灰	22%	-13%	-25%	20%	3%	0%
其他业务	-8%	277%	3%	0%	0%	0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

2. 毛利：当前浆价处于高位，前三季度毛利率 15.8%，三季度环比二季度回落 4 个百分点到 14.5%，预计四季度造纸板块延续浆价高位，毛利压力延续，自制浆板块因下游客户需求较好，尽管浆价小幅回落，但公司凭借其在生产、物流、客户关系维护有较强的竞争力，延续相对较好的毛利空间。未来包装纸材料美废价格处于下行空间，预计明年老挝基地规模效应与成本下行叠加，盈利释放；浆价未来有望受益于林纸浆一体化加强成本控制力。因此调整毛利率为 15.5%/16.0%/16.5%，前值为 18%/19%/20%。

3. 费用率：公司 22 年研发投入相对增大，同时财务费用受汇兑亏损影响小幅提升，因此小幅上调费用率 22E~24E 为 7.2%/7.0%/6.9%，前值为 6.8%/6.6%/6.4%。

4. 净利润：维持其他项目基本不变，利润率 22E~24E 为 7.3%/7.7%/8.3%，前值为 9.9%/10.9%/11.9%。预计 2022-2024 年净利润为 28.9/32.6/36.3 亿元，前值：31.7/38.0/44.1 亿元。

投资建议：看好长期林纸浆一体化效应释放，维持“买入”评级

三季度浆价高位，下半年旺季期因疫情影响需求较为疲软，公司通过提价、产品结构调整等方式应对成本压力。同时上游延申浆、林产业，进行长期产能布局，可加强可本管控能力、灵活捕捉浆类景气需求。未来凭借龙头综合实力与林纸浆一体化布局，有望抵消成本周期导致的盈利波动。因浆价成本压力大叠加需求疲软，下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 28.9/32.6/36.3 亿元(前值：31.7/38.0/44.1 亿元)，同增-2.2%/6.1%/3.4%。维持合理估值区间 14.9-15.7 元，对应 2023 年 12.3-13.0 倍 PE，维持“买入”评级。

表2: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,582	1,922	2,320
(+/-%)	8.8%	17.0%	8.1%	21.5%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	202	253	318
(+/-%)	42.4%	24.9%	-11.2%	24.7%	25.8%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.47	0.59	0.74
经营利润率	16.8%	16.1%	14.5%	15.1%	15.7%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	15.6%	18.1%	20.9%
市盈率(PE)	19.8	15.9	18.0	14.4	11.5
EV/EBITDA	16.2	14.2	15.9	12.4	10.0
市净率(PB)	3.22	2.98	2.81	2.61	2.39

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

表3: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002078	太阳纸业	买入	11.6	0.8	1.1	1.1	1.2	1.4	15.5	10.4	10.8
同类公司	-	--	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2689	玖龙纸业	买入	4.3	0.9	1.5	1.2	2.1	2.3	4.8	2.9	3.6
000488	晨鸣纸业	无评级	4.8	0.4	0.6	0.2	0.3	0.4	13.4	8.6	21.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2970	3468	4345	6978	9684	营业收入	21589	31997	39610	42026	43467
应收款项	1736	1941	2403	2550	2637	营业成本	17392	26438	33465	35298	36277
存货净额	2897	3506	4330	4554	4660	营业税金及附加	106	139	143	151	156
其他流动资产	2399	2335	2891	3067	3172	销售费用	103	136	151	179	185
流动资产合计	10001	11251	13969	17149	20154	管理费用	653	814	1065	1144	1181
固定资产	23390	28217	30217	29996	29545	研发费用	411	538	844	883	913
无形资产及其他	1023	1274	1223	1172	1121	财务费用	533	565	830	804	764
投资性房地产	1249	1756	1756	1756	1756	投资收益	17	43	20	21	22
长期股权投资	204	241	275	315	352	资产减值及公允价值变动	(41)	(8)	(79)	(45)	(46)
资产总计	35866	42737	47440	50388	52927	其他收入	(456)	(539)	(749)	(771)	(799)
短期借款及交易性金融负债	9173	10770	10770	10770	10770	营业利润	2322	3399	3148	3655	4079
应付款项	2881	5105	6305	6631	6786	营业外净收支	57	(20)	38	40	41
其他流动负债	2348	1999	3384	3616	3338	利润总额	2378	3379	3185	3695	4121
流动负债合计	14402	17875	20459	21017	20894	所得税费用	410	412	287	443	494
长期借款及应付债券	4039	5391	5391	5391	5391	少数股东损益	(15)	(10)	(8)	(8)	(9)
其他长期负债	1187	657	667	677	687	归属于母公司净利润	1953	2957	2891	3260	3635
长期负债合计	5226	6049	6059	6069	6079	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	19628	23924	26517	27086	26973	净利润	1953	2957	2891	3260	3635
少数股东权益	127	81	75	69	63	资产减值准备	20	(59)	0	1	(1)
股东权益	16112	18733	20848	23233	25892	折旧摊销	1434	1757	2971	3227	3457
负债和股东权益总计	35866	42737	47440	50388	52927	公允价值变动损失	41	8	79	45	46
						财务费用	533	565	830	804	764
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	2552	28	753	22	(412)
每股收益	0.74	1.10	1.08	1.21	1.35	其它	(29)	52	(6)	(7)	(6)
每股红利	0.28	0.30	0.29	0.33	0.36	经营活动现金流	5970	4743	6688	6548	6719
每股净资产	6.14	6.97	7.76	8.65	9.64	资本开支	0	(6487)	(5000)	(3000)	(3000)
ROIC	10%	12%	12%	13%	14%	其它投资现金流	7	0	0	0	0
ROE	12%	16%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(41)	(6524)	(5034)	(3040)	(3037)
毛利率	19%	17%	16%	16%	17%	权益性融资	1	520	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	10%	11%	11%	负债净变化	1556	2182	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	18%	18%	19%	支付股利、利息	(723)	(794)	(776)	(875)	(976)
收入增长	-5%	48%	24%	6%	3%	其它融资现金流	(7161)	(1018)	0	0	0
净利润增长率	-10%	51%	-2%	13%	11%	融资活动现金流	(5494)	2279	(776)	(875)	(976)
资产负债率	55%	56%	56%	54%	51%	现金净变动	434	498	877	2633	2707
息率	2.3%	2.5%	2.5%	2.8%	3.1%	货币资金的期初余额	2535	2970	3468	4345	6978
P/E	15.7	10.6	10.8	9.6	8.6	货币资金的期末余额	2970	3468	4345	6978	9684
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(1251)	2358	4140	4273
EV/EBITDA	11.5	9.7	8.3	7.6	7.1	权益自由现金流	0	(87)	1602	3433	3601

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032